

### Rußland: Finanzieller Zusammenbruch aufgeschoben?

Hishow, Ognian N.

Veröffentlichungsversion / Published Version  
Forschungsbericht / research report

#### Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:

Hishow, O. N. (1998). *Rußland: Finanzieller Zusammenbruch aufgeschoben?* (Aktuelle Analysen / BIÖst, 30/1998). Bundesinstitut für ostwissenschaftliche und internationale Studien. <https://nbn-resolving.org/urn:nbn:de:0168-ssoar-47560>

#### Nutzungsbedingungen:

Dieser Text wird unter einer Deposit-Lizenz (Keine Weiterverbreitung - keine Bearbeitung) zur Verfügung gestellt. Gewährt wird ein nicht exklusives, nicht übertragbares, persönliches und beschränktes Recht auf Nutzung dieses Dokuments. Dieses Dokument ist ausschließlich für den persönlichen, nicht-kommerziellen Gebrauch bestimmt. Auf sämtlichen Kopien dieses Dokuments müssen alle Urheberrechtshinweise und sonstigen Hinweise auf gesetzlichen Schutz beibehalten werden. Sie dürfen dieses Dokument nicht in irgendeiner Weise abändern, noch dürfen Sie dieses Dokument für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, aufführen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Mit der Verwendung dieses Dokuments erkennen Sie die Nutzungsbedingungen an.

#### Terms of use:

This document is made available under Deposit Licence (No Redistribution - no modifications). We grant a non-exclusive, non-transferable, individual and limited right to using this document. This document is solely intended for your personal, non-commercial use. All of the copies of this documents must retain all copyright information and other information regarding legal protection. You are not allowed to alter this document in any way, to copy it for public or commercial purposes, to exhibit the document in public, to perform, distribute or otherwise use the document in public.

By using this particular document, you accept the above-stated conditions of use.

## **Rußland: Finanzieller Zusammenbruch aufgeschoben?**

### **Zusammenfassung**

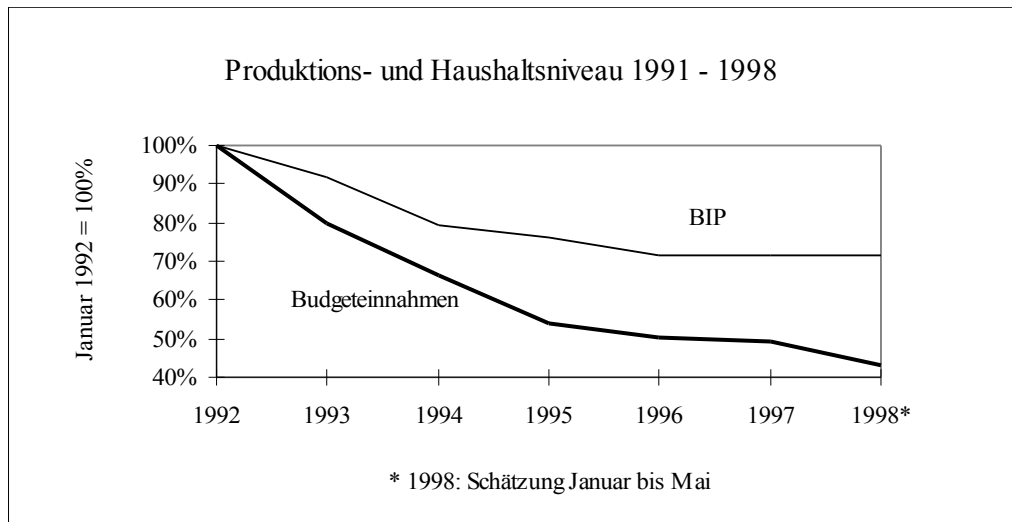
Die russischen Finanzen waren dabei zusammenzubrechen, nachdem deutlich geworden war, daß die Deckung der anhaltenden Haushaltsdefizite durch intensive Kreditaufnahme im In- und Ausland wegen hoher Anlagerisiken nicht mehr funktioniert. Die Investoren fürchteten um ihr Geld und verlangten eine immer höhere Verzinsung, was den Schuldendienst massiv erschwerte. Kapitalflucht und negative Leistungsbilanzsalden ließen die Devisenreserven der Zentralbank schmelzen und setzten den Wechselkurs des Rubels unter Druck. Eine drastische Abwertung schien unvermeidlich zu sein. Sie hätte jedoch deutlich negative Effekte auf das Vertrauen in die russischen Reformanstrengungen gehabt und würde die Wachstumschancen noch verschlechtern. Instabilität und soziale Turbulenzen wären an der Tagesordnung. Deshalb wurde Moskau ein (ordnungspolitisch völlig umstrittenes) Hilfspaket in Höhe von 17,1 Milliarden Dollar angeboten. Diese Maßnahme entlastet kurzfristig den Wechselkurs, reicht jedoch nicht aus, um den realwirtschaftlichen Strukturwandel auf eine neue Grundlage zu stellen und hierdurch die Finanzen des Staates dauerhaft zu sanieren. Weitere westliche Finanzspritzen als "Investition in die Stabilität" dürften notwendig werden.

### **Zahlungsbilanz durch Überschuldung belastet**

Als die Moskauer Zentralbank im Mai 1998 die Leitzinsen drastisch anhub und damit die Realzinsen auf den historisch einmaligen Stand von rund 140% trieb, wurde klar, daß die russische Wechselkurs- und Finanzpolitik erst einmal am Ende war. Ohne massive ausländische Hilfe wäre ein stabiler Rubel nicht zu verteidigen und die öffentlichen Finanzen hätten einen Zusammenbruch erlebt. Ursache ist die angespannte Haushaltslage, namentlich die relativ großen Haushaltsdefizite einerseits und die faktische Wechselkursbindung (der Rubel ist an den US-Dollar weitgehend fixiert) andererseits. Letztere dient als sogenannter nomineller Anker, welcher auf eine importseitig induzierte Inflation eindämmend wirken soll. Das schließt ein, daß die Zentralbank im Fall einer unerwünschten Abweichung von der angekündigten Parität wechselkurspolitische Instrumente einzusetzen entschlossen ist. Oft werden dabei die Devisenreserven beansprucht, die später – in einer ruhigeren Phase – wieder aufgestockt werden müßten. Ferner schließt der Wechselkursanker ein, daß die Fiskalpolitik inflationsneutral gestaltet ist, was bedeutet, daß die Haushaltsdefizite des Gesamtstaates (der Föderation und der anderen Budgetebenen) nicht durch Geldschöpfung gedeckt werden.

Diese Voraussetzungen waren und sind nach wie vor erfüllt; Probleme bereitet das Budgetdefizit, das kombiniert durch Kredite im In- und Ausland finanziert wird. Die Staatsfinanzen haben sich noch ungünstiger

entwickelt als die gesamtwirtschaftliche Produktion oder die Einkommen: Die Einnahmen sind eingebrochen und haben Wirtschaft, Bevölkerung und Behörden zu schmerzhafter Anpassung gezwungen (Graphik).



Quelle: Russian Economic Trends, PlanEcon Report, Weltbank, EBRD.

Die Ergiebigkeit des heimischen Kapitalmarktes ist primär durch das Sparpotential des Haushaltssektors determiniert, welches auf 4 bis 5% des Inlandsprodukts (BIP) geschätzt wird. Die Ersparnis des Unternehmenssektors läßt sich dagegen für die Defizitfinanzierung kaum mobilisieren, weil hier die Geldströme Barform haben, oder ins Ausland bzw. auf Konten relativ kleiner "hauseigener" Banken gelenkt werden, welche nur geringfügige Teile ihrer Aktiva in Staatspapieren angelegt haben. Da die Budgetdefizite sich aber in einer Größenordnung von 7% und mehr des BIP bewegten, hat sich die Regierung veranlaßt gesehen, den Kapitalverkehr mit dem Ausland zu liberalisieren, um ausländische Ersparnis heranzuziehen. Zunächst war ausländischen Investoren lediglich erlaubt, Fremdwährungen gegen Rubel zu tauschen, Schatzpapiere (sog. kurzfristige Staatsschuldscheine – GKO) zu kaufen und nach Fälligkeit die verzinsten Rubelbeträge zurückzutauschen. In einem Liberalisierungsschritt wurde ab 1. Januar 1998 Ausländern ermöglicht, Wertpapiere an der Börse auch vorzeitig zu verkaufen, wodurch eine größere Flexibilität und ein geringeres Wechselkursrisiko erzielt werden konnten.

Der Kredithunger des Staates – vor allem der Föderation (die Regionen haben lediglich beschränkten Kreditspielraum) – führte zu einer rapide wachsenden inneren Staatsschuld. Am problematischsten sind die kurzfristigen Verbindlichkeiten, die 1992 noch bei null gelegen haben, gegenwärtig jedoch 16% des Inlandsprodukts erreichen, wobei ca. ein Drittel davon in Dollar denominated ist. Es handelt sich also um kurzfristige Forderungen des Auslands gegenüber dem Finanzministerium/russischen Staat, die mit schätzungsweise 20 bis 25 Milliarden Dollar weit über den Devisenreserven der Zentralbank von ca. 15 Milliarden liegen. Davon sind allerdings 4,9 Milliarden Dollar Goldbestände, die nur unter ihrem Nominalwert von 300 Dollar je Unze schnell absetzbar sind und somit kurzfristig weniger Erlös einbringen würden. Aber auch beim Bankensystem könnte sich der Staat nicht mit Devisen refinanzieren, denn die Nettoauslandsposition der Banken ist ebenfalls passiv, d.h. sie schulden ihren ausländischen Partnern mehr als sie an Deviseneinlagen verfügen.

Um genügend Investoren anzulocken, wurden die Zinssätze für Kredite an den Staat über den international üblichen festgelegt. Das hat zur Folge, daß beträchtliche Devisenzuflüsse erforderlich sind, um die Finanzierung solcher Zinssätze zu ermöglichen. Bei festen Wechselkursen befürchten Investoren keine Abwertungseinbußen und stellen Geld billiger bereit. Ist der Kurs im Floating-Regime, müßten Prämien für das Wechselkursrisiko aufgeschlagen werden. Weil die makroökonomischen Daten – akzeptable Inflationsraten, fester Rubel, Aussichten auf reales Wirtschaftswachstum – im Lot schienen, hat das System eine Weile funktioniert. Problematisch wurde es, als der externe Schock der asiatischen Finanzkrise Rußland erreichte. Südostasiatische Anleger, insbesondere koreanische Banken, zogen sich plötzlich aus Rußland

zurück, um anstehenden Forderungen zu Hause entsprechen zu können. Dieser Kapitalabfluß brachte das Finanzierungsschema zum Einsturz und setzte die Zahlungsbilanz und somit den Rubelkurs unter Druck.

In Rußland waren die Salden der Kapitalbilanz – insbesondere wegen der Kapitalflucht – in den letzten Jahren negativ, während sich die Leistungsbilanz seit Anfang 1998 passiviert hat. Wenn die Devisenreserven nicht dezimiert werden sollen, müssen sich der Saldo der Kapital- und der Leistungsbilanz zu null aufsummieren; dies ist in Rußland nicht der Fall, sondern es entsteht eine Finanzierungslücke. Das heizte die Wechselkurspekulation gegen den Rubel an, da sich an Abwertungen gut verdienen läßt. Spekulanten erwerben Dollar in Erwartung eines Wechselkurssturzes relativ günstig und verkaufen diese nach erfolgter Abwertung gewinnbringend zum neuen Kurs (teurer). Zur Verteidigung des Rubels stand der Zentralbank allein das Instrument der Leitzinsanhebung zur Verfügung, welches nur von zeitlich begrenzter Wirksamkeit sein kann. Zum einen kann keine Volkswirtschaft mit überdimensionalen Realzinsen länger überleben. Zum anderen ziehen hohe Zinssätze erst recht nur spekulatives Kapital an, das jederzeit auf dem Sprung aus dem Markt ist, und so kontraproduktiv wirken. Ohne Auslandshilfe wären die russischen Finanzen und der Wechselkursanker zusammengebrochen.

### **Kurz- und mittelfristige Effekte des jüngsten Beistands**

Nach einigem Zögern beschlossen IWF und Weltbank, denen sich die japanische Regierung angeschlossen hat, ein größeres Stabilisierungspaket zu schnüren, um die Devisenreserven aufstocken zu helfen und so den Abwertungsdruck vom Rubel zu nehmen. Die treibende Kraft war eigentlich die US-Regierung, welche eine Schwächung der Position Präsident Jelzins und seiner Reformmannschaft unbedingt vermeiden will. Es handelt sich um ein Kreditvolumen von 17,1 Milliarden Dollar mit langer Laufzeit (bis zu 17 Jahren), die in den nächsten 18 Monaten ausgezahlt werden sollen. Davon steuert der IWF 11,2 Milliarden in zwei gleich großen Tranchen bei. Die Weltbank hat 4,4 und Japan 1,5 Milliarden zugesagt. Diese Mittel werden nicht ausgabenwirksam, weil sie in (amerikanische) Wertpapiere angelegt werden und einen Seigniorage (Gewinn des Staates) abwerfen. Rechnerisch liegen somit die Devisenreserven auf gleicher Höhe wie die kurzfristigen Verbindlichkeiten der Föderation gegenüber dem Ausland, was den Devisenmarkt beruhigen dürfte. Diese größere Sicherheit könnte ferner wieder mehr Anleger nach Rußland holen, was sich positiv auf die Kosten der Schuld auswirken kann. Ergänzend hat die Regierung einen Swap von kurzfristiger rubeldenominierter in langfristige dollardenominierte Schuld beschlossen und hofft, daß ca. ein Viertel der von Ausländern gehaltenen Rubelforderungen davon betroffen wird. Das macht rund 7 Milliarden Dollar aus, die mit nominal 12 bis 15% verzinst werden, anstatt mit 70 bis 100% wie es bei den Rubelobligationen der Fall ist. Der Entlastungseffekt für den Haushalt würde demnach grob gerechnet 5 Milliarden Dollar oder über 10% der Einnahmen betragen. Die Transaktion wird aber nur gelingen, wenn gesichert ist, daß der Wechselkurs des Rubels gehalten wird.

Die somit erzielte Entspannung beim Wechselkurs muß unbedingt als eine kurzfristige Hilfe für die Anstrengungen der Regierung verstanden werden, fiskalische Reformen dringend durchzuführen. Dazu zählt in erster Linie die Rückführung der Budgetdefizite auf einen langfristig tragfähigen Stand, d.h. auf maximal 3 bis 4% des BIP, am besten noch darunter, wenn auch entschuldet werden und die inländische Ersparnis für die Deckung der Investitionsnachfrage und nicht allein der Kreditnachfrage des Staates verwendet werden soll. Es besteht allerdings die Gefahr, daß sich der Kreditnehmer Rußland an eine permanente Abschreibung der Schulden und an immer weitere Geldgeschenke gewöhnt und infolge der Reformen nachläßt. Indizien solcher Tendenzen sind auch bei den Finanzmärkten erkennbar, welche mit dem Argument "too big to fail" Privatgeschäfte in Rußland anstreben und hoffen, daß im Ernstfall der IWF (der ja mit öffentlichen Geldern finanziert) das Risiko trägt. Damit ist zu erklären, daß die jüngste 1,25 Milliarden Dollar Euro-Anleihe des Moskauer Finanzministeriums inmitten der Finanzierungskrise zustande gekommen ist. Ein weiteres, wenn auch positiver zu wertendes Signal in diese Richtung ist die Euphorie am Aktienmarkt, nachdem die Kreditvereinbarung mit den internationalen Finanzinstitutionen bekannt wurde. Die Kurse der Blue-Chip-Unternehmen der Elektrizitäts- und Ölwirtschaft verzeichneten rasch ein Plus von bis zu 20%. Tatsächlich ist der russische Staat mit – einschließlich der jüngsten Vereinbarung – einem zugesagten Gesamtvolumen von rund 30 Milliarden Dollar der größte Kreditnehmer des IWF. Das macht mehr als das Vierfache seiner Quote aus. Südkorea, Mexiko, Thailand und Indonesien folgen mit Zusagen zwischen 21 und 4 Milliarden Dollar mit einigem Abstand.

Die Konzentration der wirtschaftspolitischen Arbeit auf den Haushalt ist mittelfristig von eminenter Bedeutung, weil die Gratiszeit der russischen Auslandsschuld 2003 ausläuft und der externe Schuldendienst dann voll aufgenommen werden muß. Bekanntlich haben die Regierung in Moskau einerseits sowie der Londoner und Pariser Klub andererseits ein zeitlich begrenztes Schuldendienstmoratorium vereinbart, um den Wirtschaftsreformen den Weg zu ebnen. Da die externen Verbindlichkeiten fast ausschließlich vom Staat übernommen sind, kommen auf den föderalen Haushalt erhebliche Belastungen zu. In seiner jetzigen Verfassung – die kassenmä-

ßigen Einnahmen belaufen sich auf nur 10% des BIP – wäre er keineswegs dazu in der Lage, seinen Schuldendienst zu tragen, wenn man von einer externen Gesamtschuld von mehr als 35% des BIP (rund 170 Milliarden Dollar Mitte 1998) ausgeht. Bei einer durchschnittlichen Verzinsung von etwa 7 bis 8% würde der Schuldendienst entsprechend 3% des BIP erreichen. Zusammen mit der Bedienung der hochverzinsten Binnenschuld würde rechnerisch die Hälfte der föderalen Ausgaben beansprucht werden. Das bedeutet, daß die verbleibende Zeit intensiv genutzt werden muß, um nicht in eine haushaltspolitische Notlage zu kommen.

Die kontroverse Diskussion um den Ausweg aus der Finanzkrise läßt allerdings an einer erfolgreichen Budgetsanierung zweifeln. Zum einen sind die gesteckten Ziele der Regierung besonders ehrgeizig: 1999 soll das kassenmäßige Budgetdefizit im Vergleich zu 1997 halbiert werden. Angestrebt werden binnen kürzester Frist Mehreinnahmen von rund 4 bis 5% des BIP. Solche Beträge sind jedoch nur nach einer grundlegenden Steuerreform denkbar, welche nicht vor 1999 beschlossen werden kann. Durch bessere Eintreibung, mehr Transparenz und Reduzierung der Steuergeschenke für privilegierte Unternehmen könnten die Einnahmen nach Schätzungen um bis zu einem Viertel erweitert werden. Knapp die Hälfte davon soll eine Verkaufssteuer einbringen, wobei zahlreiche im Parlament durchgesetzte Ausnahmen ihre Wirksamkeit schon jetzt in Frage stellen. Einen weiteren gewichtigen Beitrag von rund 1% des BIP soll die Besteuerung von Einmann-Unternehmen und des blühenden Kleinhandels durch Vereinfachung der Prozedur bei der Steuererklärung leisten. Schließlich soll die Eintreibung der Einkommenssteuer, welche bislang lediglich eine marginale Rolle gespielt hat, verbessert werden. Ausgabenseitig beabsichtigt die Regierung, Kürzungen von bis zu 2% des BIP zu erzielen und somit einen positiven Primärsaldo des Föderalbudgets länger zu sichern. Gedacht ist an eine Verschlankung der öffentlichen Verwaltung und an beschleunigte Privatisierung, da der russische Staat nach fünf Jahren Regierungszeit Tschernomyrdin derzeit mehr Personen beschäftigt als die doppelt so große Ex-UdSSR.

Die Aussicht auf Erfolg eines dermaßen umfassenden Sanierungspakets kann angesichts der Erfahrungen der Vergangenheit und des herrschenden Kräfteverhältnisses in Wirtschaft und Staat als gering betrachtet werden. Zu stark blockieren Korruption und Mißstände in der Finanzverwaltung die Exekutive. Die neuen Reichen haben es bislang verstanden, den staatlichen Griff nach ihren Einnahmen erfolgreich abzuwehren. Das Parlament bezieht eine ablehnende Position und die Präsidentschaftswahlen werfen ihren Schatten voraus. Alles in allem sollte das Tun Jelzins und Kirijenkos als ein zwar wichtiger, jedoch kleiner Schritt in die richtige Richtung verstanden werden. Bis zum Jahr 2003 werden die fiskalischen Probleme kaum zufriedenstellend gelöst werden und weitere Umschuldungsverhandlungen – zumindest mit dem Pariser Klub – dürften bald ins Haus stehen.

Ognian Hishow